

## Branża AKPiA

Spółki z branży AKPiA (aparatury kontrolno-pomiarowej i automatyki) operują na rynku dóbr inwestycyjnych, tak więc spadek inwestycji w kraju odbija się na wynikach firm. Negatywne trendy z rynku polskiego są częściowo kompensowane rozwojem sprzedaży eksportowej, jednak charakteryzuje się ona niższymi marżami. Bieżący rok dla trzech omawianych firm będzie wymagający, w scenariuszu bazowym zakładamy powtórzenie wyników z roku 2016 (po wyeliminowaniu zdarzeń jednorazowych). Mimo braku wyraźnych czynników stymulujących wzrost zysków w horyzoncie średnioterminowym, atutem giełdowych firm AKPiA jest solidny bilans i stabilna polityka dywidendowa. Spośród nich wyróżniliśmy Aplisens z uwagi na wysokie dyskonto w wycenie zarówno do krajowych jak i zagranicznych firm z sektora.

### Aparator – TRZYMAJ TP 31,7 zł

Naszym zdaniem zarząd spółki pomny złych doświadczeń z ostatnich lat nie zdecyduje się na podanie oficjalnej prognozy na 2017 r. poprzestając na pewnych wskazaniach co do kierunku zmian wyników w roku przyszłym. Prognozy Noble Securities na 2017 r. zakładają podobną sprzedaż w segmencie pomiarowym, wzrosty przychodów w segmencie automatyki sieci oraz spadki w segmencie non-core. Przyjęliśmy założenie, iż straty na starych kontraktach w Rectorze zostały już definitywnie rozliczone i nie będą już generować strat w przyszłości. Jesteśmy jednak sceptyczni co do szansy odbudowania przychodów i zysków w tej spółce. Brak strat w Rectorze jest głównym powodem wzrostu prognozowanych wyników w 2017 r.

### Aplisens – KUPUJ TP 16,1 zł

Trudno będzie o wzrosty sprzedaży na rynku krajowym, choć spadki powinny zostać wyhamowane. Z uwagi na korzystne kursy walutowe oraz aktywność w poszukiwaniu partnerów zagranicznych sprzedaż eksportowa w kierunku zachodnim powinna rosnąć w tempie 15-20%. Dużą niewiadomą pozostaje kształtowanie się popytu na rynku rosyjskim, konserwatywnie przyjęliśmy sprzedaż na poziomie roku 2016, choć dzięki wysokiej ekspozycji na ten rynek inwestycje w akcje Aplisensa należy traktować jako opcję na poprawę koniunktury na Wschodzie. Zakładamy utrzymanie polityki dywidendowej (na poziomie ok. 25% zysku) oraz kontynuację buybacku. Spółka jest wyceniana z wysokim dyskontem zarówno do krajowych jak i zagranicznych spółek z branży, co czyni ją naszym zdaniem ciekawą propozycją inwestycyjną.

### Sonel – TRZYMAJ TP 11,2 zł

Z uwagi na trudną sytuację na krajowym rynku energetycznym nie liczymy na wzrost sprzedaży w Polsce w 2017 r. Wyższe przychody powinny pochodzić z eksportu oraz odbudowania zamówień na usługi montażu ze strony Lincoln Electric. Opcją pozostaje segment liczników elektrycznych, jednak pomimo wygrania przetargu spółce wciąż nie udało się podpisać żadnego istotnego kontraktu. Wejście Sonela na nowy rynek (USA) doprowadzi w pierwszych 2 latach do zwiększenia kosztów bez wyraźnej zwyżki sprzedaży. Potencjał tego rynku jest ogromny, jednak należy się liczyć z 2-3 letnim dochodzeniem do rentowności



### APATOR – TRZYMAJ (Aktualizacja)

Cena bieżąca	29,7 zł
Cena docelowa (9M)	31,7 zł
Potencjał wzrostu	7%
Kapitalizacja	983 mln zł

### APLISENS – KUPUJ (Aktualizacja)

Cena bieżąca	12,8 zł
Cena docelowa (9M)	16,1 zł
Potencjał wzrostu	26%
Kapitalizacja	169 mln zł

### SONEL – TRZYMAJ (Aktualizacja)

Cena bieżąca	11,0 zł
Cena docelowa (9M)	11,2 zł
Potencjał wzrostu	2%
Kapitalizacja	153 mln zł

	P/E (skor.)			EV/EBITDA (skor.)		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Aparator	18	13	12	10	7	7
Aplisens	12	11	11	7	6	6
Sonel	15	15	14	8	8	8

*Zródło: Spółki, Noble Securities, wskaźniki dla Aparatora liczone dla liczby akcji pomniejszonej o akcje własne*

*skor. - wskaźniki liczone na bazie wyników skorygowanych o one-off'y*

**Michał Sztabler**

**Analitik akcji**

**michal.sztabler@noblesecurities.pl**

**+48 22 244 13 03**

## Apator SA

Naszym zdaniem zarząd spółki pomny złych doświadczeń z ostatnich lat nie zdecyduje się na podanie oficjalnej prognozy na 2017 r. poprzestając na pewnych wskazaniach co do kierunku zmian wyników w roku bieżącym. Prognozy Noble Securities na 2017 r. zakładają podobną sprzedaż w segmencie pomiarowym, wzrosty przychodów w segmencie automatyki sieci oraz spadki w segmencie non-core. Przyjęliśmy założenie, iż straty na starych kontraktach w Rectorze zostały już definitywnie rozliczone i nie będą już generować strat w przyszłości; jesteśmy jednak sceptyczni co do szansy odbudowania przychodów i zysków w tej spółce. Brak strat w Rectorze jest głównym powodem wzrostu prognozowanych wyników w 2017 r. Po aktualizacji prognoz obniżamy cenę docelową z 33,1 zł do 31,7 zł i podtrzymujemy rekomendację TRZYMAJ.

### Wyniki 2016 r. poniżej oczekiwań

Problemy w Rectorze okazały się trudniejsze do przewyższenia niż spodziewaliśmy się na początku 2016 r. Stąd wysokie straty w spółce zależnej negatywnie oddziałujące na wyniki całej grupy. Ostatnio prezentowane prognozy zarządu (po korekcie w dół) opierają się na zbyt optymistycznych założeniach, dlatego nie oczekujemy ich realizacji w pełnych zakresie.

### Segment pomiarowy bez wzrostu w 2016 r.

Prognozy Noble Securities na 2017 r. zakładają utrzymanie sprzedaży w segmencie pomiarowym. Nieco słabiej może być w obszarze energii elektrycznej, gdzie spodziewamy się dalszego ograniczania wydatków inwestycyjnych. Wzrostów oczekujemy w biznesie wodno-cieplnym, jako efekt wprowadzenia do oferty nowych produktów (rozwiązania duńskiego Miitorsa) oraz poprawy na rynku rosyjskim.

### Poprawa w biznesie automatyzacji sieci

Prognozujemy wzrosty przychodów w segmencie automatyki sieci, głównie dzięki lepszym wynikom Elkomtechu. Pozostajemy sceptyczni co do szansy odbudowania przychodów i zysków w Rectorze, choć zakładamy brak konieczności ponoszenia dalszych kosztów restrukturyzacji starego portfela kontraktów.

### Ryzyka dla naszej wyceny i rekomendacji

Wśród głównych ryzyk, jakie widzimy dla naszej wyceny i rekomendacji to przede wszystkim wyższe straty na kontraktach w Rectorze, utrzymanie niższych zamówień z branży energetycznej (niższe przychody Elkomtechu i segmentu aparatury łączeniowej) jak również wyższe koszty finansowe wynikające z niekorzystnych relacji EUR/USD (większość przychodów eksportowych w EUR, większość kosztów importu w USD).

**Wartość akcji Apatora oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (28,9 zł) oraz porównawczą (27,4/42,6 zł), co po zważeniu powyższych wycen dało 9-miesięczną cenę docelową równą 31,7 zł.**

mln zł	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody ze sprzedaży	684	725	769	850	852	873
EBITDA	107	131	110	110	134	137
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	68	84	60	50	70	73
EPS	2,31	2,84	2,05	1,68	2,36	2,47
DPS	0,60	0,80	1,00	0,45	0,63	0,66
P/E (x)	12,9	10,5	14,5	17,6	12,6	12,0
EV/EBITDA (x)	8,5	7,5	9,7	9,6	7,4	7,0

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities; wskaźniki liczone dla liczby akcji pomniejszonej o akcje własne

Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 5.01.2017 o godz. 9:30. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 5.01.2017 o godz. 10:00.

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLECKI

## TRZYMAJ

(Aktualizacja)

Cena bieżąca	29,7 zł
Cena docelowa (9M)	31,7 zł
Potencjał wzrostu	7%
Kapitalizacja	983 mln zł
Free float	65%
Śr. wolumen 6M	13 590



### PROFIL SPÓŁKI

Lider na rynku aparatury pomiarowej w Polsce.

### STRUKTURA AKCJONARIATU

Apator Mining	10,9%
Mariusz Lewicki	6,3%
Tadeusz Sosgórnik	5,7%
Danuta Guzowska	4,6%
Zbigniew Jaworski	4,1%
Janusz Marzygliński	2,9%
Pozostali	65,4%

**Michał Sztabler**

**Analityk akcji**

michal.sztabler@noblescurities.pl

+48 667 852 196

## Aplisens SA

Trudno będzie o wzrosty sprzedaży na rynku krajowym, choć spadki powinny zostać wyhamowane. Z uwagi na korzystne kursy walutowe oraz aktywność w poszukiwaniu partnerów zagranicznych sprzedaż eksportowa w kierunku zachodnim powinna rosnąć w tempie 15-20%. Dużą niewiadomą pozostaje kształtowanie się popytu na rynku rosyjskim, konserwatywnie przyjęliśmy sprzedaż na poziomie roku 2016, choć dzięki wysokiej ekspozycji na ten rynek inwestycje w akcje Aplisensa należy traktować jako opcję na poprawę koniunktury na Wschodzie. Zakładamy utrzymanie polityki dywidendowej (na poziomie ok. 25% zysku) oraz kontynuację buybacku. Spółka jest wyceniana z wysokim dyskontem zarówno do krajowych jak i zagranicznych spółek z branży, co czyni ją naszym zdaniem ciekawą propozycją inwestycyjną. Naszą wycenę wyznaczyliśmy na poziomie 16,1 zł, podtrzymujemy rekomendację KUPUJ.

### Trudny rynek krajowy

Ograniczenie inwestycji w sektorze energetycznym oraz ekologii miało negatywny wpływ na wyniki sprzedaży krajowej w 2016 r. i nie widzimy sygnałów zmiany tego trendu w roku 2017. Poprawy spodziewamy się dopiero w 2018 r.

### Opcja na powrót koniunktury na rynkach wschodnich

Rynek rosyjski pozytywnie zaskoczył w 2016 r, jednak kształtowanie się popytu w roku bieżącym pozostaje niewiadomą; przyjęliśmy sprzedaż na poziomie roku 2016. Należy pamiętać o dużej wrażliwości popytu na sytuację na rynku ropy oraz kursu rubla.

### Presja na marżę

Niższy popyt krajowy nasili presję na spadek cen. Dodatkowo Aplisens będzie obciążony wyższymi kosztami zakupu komponentów (szczególnie elektroniki importowanej z Dalekiego Wschodu). Należy też pamiętać, iż sprzedaż eksportowa, której wzrosty powinny zrekompensować spadki sprzedaży krajowej, charakteryzuje się niższą rentownością (dłuższy łańcuch pośredników).

### Ryzyka dla naszej wyceny i rekomendacji

Wśród głównych ryzyk, jakie widzimy dla naszych prognoz i rekomendacji jest utrzymanie niskich nakładów inwestycyjnych w branżach energetycznej oraz ochronie środowiska (gł. inwestycje samorządów) oraz pogorszenie sytuacji w Rosji (jako efekt potencjalnego załamania na rynku ropy i/lub spadku kursu rubla).

**Wartość akcji Aplisensa oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (13,1 zł) oraz porównawczą (16,4/22,7 zł), co po zważeniu powyższych wycen dało 9-miesięczną cenę docelową równą 16,1 zł.**

mln zł	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody ze sprzedaży	80,1	89,3	88,4	95,7	97,7	102,0
EBITDA	22,2	22,0	22,6	22,9	22,8	23,5
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	14,5	12,6	13,7	14,5	14,5	15,0
EPS	1,09	0,97	1,04	1,10	1,15	1,19
DPS	0,26	0,30	0,26	0,28	0,29	0,30
P/E (x)	11,7	13,2	12,3	11,6	11,1	10,7
EV/EBITDA (x)	6,8	7,2	6,8	6,5	6,2	5,7

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

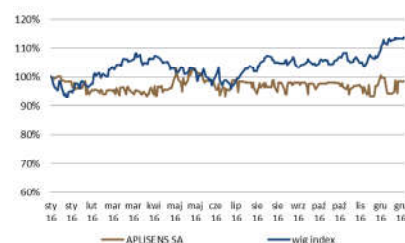
Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 5.01.2017 o godz. 9:30. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 5.01.2017 o godz. 10:00.

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLECKI

## KUPUJ

(Aktualizacja)

Cena bieżąca	12,8 zł
Cena docelowa (9M)	16,1 zł
Potencjał wzrostu	26%
Kapitalizacja	169 mln zł
Free float	31%
Śr. wolumen 6M	1 186



### PROFIL SPÓŁKI

Producent urządzeń do pomiaru ciśnienia, poziomu i temperatury cieczy oraz gazów. Eksport stanowi ponad 50% przychodów.

### STRUKTURA AKCJONARIATU

Adam Żurawski	19,0%
Mirosław Dawidonis	11,2%
Janusz Szewczyk	12,4%
Dorota Zubkow	8,3%
Andrzej Kobiółka	8,3%
Mirosław Karczmarczyk	8,6%
OFE PZU	8,2%
Pozostali	26,0%

### Michał Sztabler

#### Analityk akcji

michal.sztabler@noblescurities.pl

+48 667 852 196

## Sonel SA

Z uwagi na trudną sytuację na krajowym rynku energetycznym nie liczymy na wzrost sprzedaży w Polsce w 2017 r. Wyższe przychody powinny pochodzić z eksportu oraz odbudowania zamówień na usługi montażu ze strony głównego klienta. Opcją pozostaje segment liczników elektrycznych. Wejście Sonela na nowy rynek (USA) doprowadzi w pierwszych 2 latach do zwiększenia kosztów bez wyraźnej zwyżki sprzedaży. W wyniku aktualizacji prognoz korygujemy wycenę z 14,5 zł do 11,2 zł i obniżamy rekomendację z KUPUJ do TRZYMAJ.

### Słaby rynek krajowy, eksport motorem napędowym

Kluczowe branże - odbiorcy produktów spółki (energetyka czy budownictwo) w 2016 r. zmniejszyły zamówienia, co negatywnie wpłynęło na wyniki sprzedaży krajowej. W roku bieżącym sytuacja powinna się ustabilizować, natomiast odbicie pojawi się dopiero w 2018 r. Rosnąć będzie eksport, liczymy na odbudowania zamówień na usługi montażu przez Lincoln Electric.

### Wciąż brak kontraktów na dostawy liczników

Segment liczników elektrycznych pozostaje opcją na wzrost sprzedaży bez realnych sukcesów na tym polu. Pomimo wygrania przetargu spółce wciąż nie udało się podpisać żadnego istotnego kontraktu. Konkurencja na tym rynku jest bardzo silna i trudno jest wejść na niego nowym podmiotom, tym bardziej oferującym produkt bazujący na dalekowschodniej technologii. Ewentualne pozyskanie zamówienia na dostawy liczników energii elektrycznej wpłynęłoby znacząco na poprawę przychodów (ok. 17 mln zł w 2017 r.), z nieco mniejszym wpływem na zyski (niższa marża).

### Rynek USA – olbrzymie możliwości ale na razie koszty

Wejście na rynek amerykański doprowadzi w pierwszych 2 latach do zwiększenia kosztów bez wyraźnej zwyżki sprzedaży. Potencjał tego rynku jest ogromny, jednak należy się liczyć z 2-3 letnim dochodzeniem do rentowności. Przyjęliśmy, iż dodatkowe koszty wynikające z wejścia na rynek amerykański to ok. 3 mln zł rocznie (przy 1-2 mln zł przychodów).

### Ryzyka dla naszej wyceny i rekomendacji

Wśród potencjalnych ryzyk wskazujemy na: utrzymanie niższych zamówień z branży energetycznej, przedłużające się przetargi publiczne w obszarze dostaw liczników energii elektrycznej (i wzrost kosztów ich obsługi), wyższe koszty wejścia na rynek USA (min. 1 mln zł rocznie w latach 2017-18), utrata lub dalsze ograniczenie zamówień na usługi montażowe ze strony grupy Lincoln Electric.

**Wartość akcji Sonela oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (10,3 zł) oraz porównawczą (9,5/14,3 zł), co po zważeniu powyższych wycen dało 9-miesięczną cenę docelową równą 11,2 zł.**

mln zł	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody ze sprzedaży	53,0	58,6	90,5	80,5	86,5	89,1
EBITDA	14,6	15,3	20,3	16,5	16,3	17,2
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	7,3	7,7	12,2	10,1	10,0	10,8
EPS	0,52	0,55	0,87	0,72	0,72	0,77
DPS	0,30	0,50	0,60	0,65	0,65	0,69
P/E (x)	21,2	19,9	12,6	15,3	15,3	14,2
EV/EBITDA (x)	9,8	9,5	6,9	8,2	8,4	7,9

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

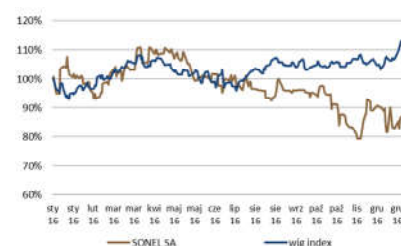
Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 5.01.2017 o godz. 9:30. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 5.01.2017 o godz. 10:00.

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLECKI

## TRZYMAJ

(Aktualizacja)

Cena bieżąca	11,0 zł
Cena docelowa (9M)	11,2 zł
Potencjał wzrostu	2%
Kapitalizacja	153 mln zł
Free float	34%
Śr. wolumen 6M	1 053



### PROFIL SPÓŁKI

Producent przyrządów pomiarowych dla elektroenergetyki i telekomunikacji.

### STRUKTURA AKCJONARIATU

Krzysztof Wieczorkowski	22,4%
Krzysztof Folta	21,1%
AVIVA OFE	10,0%
Mirostaw Nowakowski	8,2%
Jan Walulik	7,3%
Tadeusz Sołkiewicz	7,1%
Pozostali	24,0%

**Michał Sztabler**  
Analityk akcji  
michal.sztabler@noblesecurities.pl  
+48 667 852 196

**OBIĄSIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ W TEGO TYPU RAPORTACH, OPRACOWANIACH I REKOMENDACIACH****PRZEKAZYWANYCH PRZEZ NOBLE SECURITIES S.A.**

**BV** – wartość księgową  
**EV** – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto  
**EBIT** – zysk operacyjny  
**CF (CFO)** – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej  
**NOPAT** – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku  
**EBITDA** – zysk operacyjny powiększony o amortyzację  
**EBITDAA** – EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli  
**EPS** – zysk netto przypadający na 1 akcję  
**DPS** – dywidenda przypadająca na 1 akcję  
**P/E** – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję  
**P/EBIT** – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję  
**P/EBITDA** – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję  
**P/BV** – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję  
**EV/EBIT** – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego  
**EV/EBITDA** – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację  
**ROE** – stopa zwrotu z kapitału własnego  
**ROA** – stopa zwrotu z aktywów  
**WACC** – średni ważony koszt kapitału  
**FCFF** – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli  
**Beta** – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu  
**SG&A** – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży

**PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA REKOMENDACJI**

Niniejsza rekomendacja, zwana dalej „Rekomendacją”, wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jego sporządzenia.

Podstawą do opracowania Rekomendacji były wszelkie publicznie dostępne informacje znane Analitykowi na dzień sporządzenia Rekomendacji, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych.

Przedstawione w Rekomendacji prognozy oraz elementy ocenne, jak również zalecenia i sugestie zachowań inwestycyjnych, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka, bez uzgodnień z Emitentem ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Noble Securities S.A. ani Analityk nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Rekomendacja wydawana przez Noble Securities S.A. obowiązuje przez okres 9 miesięcy lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że zostanie wcześniej zaktualizowana. Aktualizacja jest uzależniona od sytuacji rynkowej oraz subiektywnej oceny analityka.

Używane przez Noble Securities S.A. oznaczenia kierunku rekomendacji wyznaczone są oczekiwaną przez Analityka stopą zwrotu z inwestycji:

- **KUPUJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi więcej niż +20,00%
- **AKUMULUJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji zawiera się w przedziale od +10,00% do +20,00%
- **TRZYMAJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji zawiera się w przedziale od –10,00% do +10,00%
- **REDUKUJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji zawiera się w przedziale od –20,00% do –10,00%
- **SPRZEDAJ** – oczekiwana strata z inwestycji wynosi więcej niż 20,00%

**SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANE PRZEZ NOBLE SECURITIES S.A. W TEGO TYPU RAPORTACH, OPRACOWANIACH I REKOMENDACIACH**

**Metoda DCF** – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń co do prognoz w przyjętym modelu. Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.

**Metoda porównawcza** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot; metoda ta lepiej niż metoda DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**POWIĄZANIA I OKOLICZNOŚCI, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWIZM RAPORTU ANALITYCZNEGO**

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Rekomendacja przed publikacją nie została ujawniona Emitentowi.

Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Rekomendacji należne od Noble Securities S.A. nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług Noble Securities S.A. lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi Noble Securities S.A. lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy Noble Securities S.A. lub z opłatami za transakcje, które otrzymują Noble Securities S.A. lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od Noble Securities S.A. z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane.

**Ponadto Noble Securities S.A. informuje, że:**

- Emitent nie jest akcjonariuszem Noble Securities S.A.,
- Analityk nie posiada papierów wartościowych Emitenta ani papierów wartościowych lub udziałów jego spółek zależnych, jak również jakichkolwiek instrumentów finansowych powiązanych bezpośrednio z papierami wartościowymi Emitenta ani nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta ogółem,
- jest możliwe, że Noble Securities S.A., jego akcjonariusze, podmioty powiązane z akcjonariuszami Noble Securities S.A., członkowie władz lub inne osoby zatrudnione przez Noble Securities S.A. posiadają, mogą zamierzać zbywać lub nabywać papiery wartościowe Emitenta lub instrumenty finansowe powiązane bezpośrednio z papierami wartościowymi Emitenta albo papiery wartościowe emitenta (emitentów) lub instrumenty finansowe powiązane bezpośrednio z papierami wartościowymi emitenta (emitentów) działającego (działających) w branży, w której działa Emitent,
- Noble Securities S.A. nie wykonuje czynności dotyczących instrumentów finansowych Emitenta w zakresie nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe ani nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta ogółem,
- ani Analityk, ani Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane nie pozostają stroną umowy z Emitentem, dotyczącej sporządzenia Rekomendacji.

Jest możliwe, że Noble Securities S.A. ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta albo podmiotów wymienionych w Rekomendacji.

Zgodnie więc z wiedzą Zarządu Noble Securities S.A. oraz Analityka, pomiędzy Emitentem a Noble Securities S.A., osobami powiązanych z Noble Securities S.A. oraz Analitykiem i osobami będącymi z nim w bliskich stosunkach nie występują inne niż wskazane w treści Rekomendacji lub w zastrzeżeniach zamieszczonych pod treścią Rekomendacji powiązania lub okoliczności w rozumieniu § 5 – 6 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących

środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów (dalej „Rozporządzenie 2016/958”).

#### **ROZWIĄZANIA ORGANIZACYJNE I ADMINISTRACYJNE ORAZ BARIERY INFORMACYJNE USTANOWIONE W CELU ZAPOBIEGANIA KONFLIKTOM INTERESÓW ORAZ UCHUNIKANIA**

Struktura wewnętrzna Noble Securities S.A. zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie osób (zespołów) zajmujących się wykonywaniem czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów oraz zapobiega powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku powstania takiego konfliktu umożliwia ochronę interesów Klienta przed szkodliwym wpływem tego konfliktu.

Noble Securities S.A. posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową, który ma na celu zabezpieczenie informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej oraz zapobieganie nieuzasadnionemu ich przepływowi bądź niewłaściwemu ich wykorzystaniu. Noble Securities S.A. ogranicza do niezbędnego minimum krąg osób mających dostęp do informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej. W celu kontrolowania dostępu do istotnych informacji o charakterze niepublicznym, w ramach Noble Securities S.A. funkcjonują wewnętrzne ograniczenia i bariery w przekazywaniu informacji, tzw. chińskie mury, tj. zasady, procedury i fizyczne rozwiązania mające na celu uniemożliwienie przepływu i wykorzystania informacji poufnej oraz stanowiących tajemnicę zawodową.

Noble Securities S.A. posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres. Zakazane jest przyjmowanie przez Noble Securities S.A. lub osoby powiązane z Noble Securities S.A. uczestniczące w sporządzaniu rekomendacji, korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści rekomendacji, proponowanie emitentowi lub sprzedawcy przez Noble Securities S.A. lub osoby powiązane z Noble Securities S.A. uczestniczące w sporządzaniu rekomendacji, treści korzystnej dla tego emitenta lub wystawcy oraz udostępnianie rekomendacji, zawierającej treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jej dystrybucji, emitentowi lub osobom innym niż uczestniczące w jej sporządzeniu w celach innych niż weryfikacja zgodności działania Noble Securities S.A. z jego zobowiązaniami prawnymi.

#### **POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA**

Rekomendacja jest materiałem sporządzonym zgodnie z Rozporządzeniem 2016/958.

Rekomendujący zapewnia (zapewniają), że Rekomendacja została przygotowana z należytą starannością i rzetelnością w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez Analityka za wiarygodne, rzetelne i obiektywne, jednak Noble Securities S.A. ani Analityk nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne, w szczególności w przypadku gdyby informacje, na których oparto się przy sporządzaniu Rekomendacji okazały się niedokładne, niekompletne lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Noble Securities S.A. ani Analityk nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie rekomendacji, ani za działania i szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie Rekomendacji i informacji w niej zawartych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte w oparciu o treść Rekomendacji ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Rekomendacja ani żaden z jej zapisów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964r. - kodeks cywilny (Dz. U. Nr 16, poz. 93, z późn. zm.),
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- publicznego proponowania nabycia instrumentów finansowych ani oferty publicznej instrumentów finansowych w rozumieniu art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jednolity: Dz. U. z 2009 r. Nr 185, poz. 1439 z późn. zm.),
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta,
- usługi doradztwa inwestycyjnego, ani usługi zarządzania aktywami.

Rekomendacja

- jest adresowana do inwestorów instytucjonalnych, Klientów Noble Securities S.A., potencjalnych Klientów Noble Securities S.A., pracowników Noble Securities S.A., użytkowników strony internetowej Noble Securities S.A. [www.noblesecurities.pl](http://www.noblesecurities.pl),
- będzie udostępniana nieodpłatnie powyższym adresatom w drodze elektronicznej lub drodze indywidualnych spotkań lub poprzez umieszczenie jej na stronie internetowej [www.noblesecurities.pl](http://www.noblesecurities.pl), a ponadto Noble Securities S.A. nie wyklucza również przekazania do publicznej wiadomości za pośrednictwem mediów części, skrótu lub całości Rekomendacji, w tym samym terminie co umieszczenie na stronie internetowej [www.noblesecurities.pl](http://www.noblesecurities.pl) lub w późniejszym terminie,
- jest przeznaczona do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczona do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w szczególności w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Rekomendacji zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Rekomendacji.

Inwestowanie w instrumenty finansowe, w tym w papiery wartościowe, wiąże się z szeregiem ryzyk związanych m.in. z sytuacją makroekonomiczną kraju i na rynkach giełdowych, zmianami przepisów prawa i innych regulacji dotyczących działalności podmiotów gospodarczych. Wylimitowanie ryzyk w inwestowaniu w instrumenty finansowe jest praktycznie niemożliwe.

Inwestorzy korzystający z Rekomendacji nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez Noble Securities S.A.

#### **UWAGI KOŃCOWE**

Dodatkowe informacje o Noble Securities S.A. i kwestiach związanych z ryzykami w inwestowaniu w instrumenty finansowe za pośrednictwem Noble Securities S.A. oraz związanych ze sposobem zapobiegania przez Noble Securities S.A. konfliktom interesów występujących w prowadzonej działalności są zamieszczone na stronie internetowej [www.noblesecurities.pl](http://www.noblesecurities.pl).

Rozpowszechnianie lub powielanie Rekomendacji (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody Noble Securities S.A. jest zabronione.

Noble Securities S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

**Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca Apator SA**

Rekomendacja/aktualizacja	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj
Data wydania	07.10.2014	25.08.2015	05.01.2016
Kurs z dnia rekomendacji	37,5	30,1	30,6
Cena docelowa	40,2	35,0	33,1
WIG w dniu rekomendacji	53 770,98	49 372,33	49 434,43

**Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca Aplisens SA**

Rekomendacja/aktualizacja	Kupuj	Kupuj
Data wydania	07.10.2014	20.11.2015
Kurs z dnia rekomendacji	13,5	12,75
Cena docelowa	18,2	16,3
WIG w dniu rekomendacji	53 770,98	49 434,43

**Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca Sonel SA**

Rekomendacja/aktualizacja	Kupuj	Kupuj	Akumuluj
Data wydania	07.10.2014	03.06.2015	05.01.2016
Kurs z dnia rekomendacji	8,2	10,3	12,6
Cena docelowa	10,1	13,96	14,5
WIG w dniu rekomendacji	53 770,98	54 749,74	45 200,77

## Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica	Data wydania*	Data ważności	Status	Sporządził**
Pfleiderer Group	Trzymaj	40,3	37,0	36,2	11%	2016-12-19	2017-09-19	aktualna	Krzysztof Radojewski
Amrest Holdings	Trzymaj	313,0	287,5	292,0	7%	2016-12-12	2017-09-12	aktualna	Krzysztof Radojewski
Uniwheels	Akumuluj	250,0	211,1	221,1	13%	2016-11-30	2017-08-30	aktualna	Michał Sztabler
Odlewnie Polskie	n.d.	6,15	3,47	4,1	51%	2016-11-22	2017-08-22	aktualna	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	191,4	203,0	202,0	-5%	2016-10-11	2017-07-11	aktualna	Krzysztof Radojewski
Elektrobudowa	Trzymaj	115,8	108,5	107,0	8%	2016-10-11	2017-07-11	aktualna	Krzysztof Radojewski
Erbud	Trzymaj	29,6	29,9	29,7	0%	2016-10-11	2017-07-11	aktualna	Krzysztof Radojewski
Trakcja	Akumuluj	14,9	12,7	14,4	4%	2016-10-11	2017-07-11	aktualna	Krzysztof Radojewski
Unibep	Akumuluj	13,4	11,3	10,8	24%	2016-10-11	2017-07-11	aktualna	Krzysztof Radojewski
Wielton	Kupuj	15,7	12,8	13,0	21%	2016-09-29	2017-06-29	aktualna	Michał Sztabler
Inter Cars	Trzymaj	297,9	283,8	273,6	9%	2016-09-26	2017-06-26	aktualna	Łukasz Magiera, Krzysztof Radojewski
Amica	Akumuluj	230,0	207,0	180,8	27%	2016-09-09	2017-06-09	aktualna	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	9,3	8,3			2016-07-07	2016-09-29	archiwalna	Michał Sztabler
Rawlplug	Kupuj	13,8	8,6	11,3	23%	2016-06-29	2017-03-29	aktualna	Krzysztof Radojewski
Pfleiderer Grajewo	Kupuj	38,1	28,9	36,2	5%	2016-06-03	2016-12-19	archiwalna	Krzysztof Radojewski
Amrest Holdings	Akumuluj	242,6	220,0			2016-05-10	2016-12-12	archiwalna	Krzysztof Radojewski
Izo-Blok	Kupuj	205,0	164,0	177,5	16%	2016-03-31	2016-12-31	aktualna	Michał Sztabler
Eurocash	Trzymaj	46,4	48,0	41,3	12%	2016-01-18	2016-06-30	wstrzymana	Jakub Rafał
CD Projekt	Kupuj	30,9	21,7	51,9	-41%	2016-01-18	2016-06-30	wstrzymana	Jakub Rafał
11B Studios	Kupuj	99,1	75,2	151,1	-34%	2016-01-15	2016-06-30	wstrzymana	Jakub Rafał
Emperia	Kupuj	92,1	64,6	68,0	35%	2016-01-15	2016-06-30	wstrzymana	Jakub Rafał
Inter Cars	Akumuluj	265,2	230,0			2016-01-11	2016-06-30	archiwalna	Jakub Rafał
Amica	Kupuj	205,0	168,0			2016-01-08	2016-10-08	archiwalna	Michał Sztabler
Apator	Trzymaj	33,1	30,6			2016-01-08	2016-10-08	archiwalna	Michał Sztabler
Sonel	Akumuluj	14,5	12,6			2016-01-05	2016-10-05	archiwalna	Michał Sztabler

\*Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia

\*\*Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Dyrektor Departamentu Analiz Rynkowych, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Jakub Rafał - Analityk Akcji (zakończył pracę w NS z dniem 30.06.2016)